

产业整合市值管理

国资大买家大玩组合式并购

近年来，不少国资机构“端着”大笔资金在市场上找寻被收购的“猎物”。从A股上市公司的并购数据来看，近年来，在上市公司控股式并购中，地方国资机构已然成为大买家。这背后，国资既有通过并购实现经济布局优化与结构调整的目标，也有迅速并入绩优龙头企业营收报表冲资产规模跃升的诉求。

中国证券报记者调查发现，最近两年，“协议转让+放弃表决权”组合式交易在国资收购间悄然走红。在该种模式下，国资既能以较低成本成为上市公司的实控人，又能解决并购中“职业经理人”的难题，在并购后让原管理层仍享有公司大部分收益。此外，随着失去“实控人”标签的大股东在减持方面的掣肘因素变少，他们的变现能力变得更强。

● 本报记者 杨皖玉

经济布局优化+结构调整

“山东省内某国资今年有30亿-50亿元规模的并购需求，并购方向为先进制造和医疗健康领域，优先考虑半导体产业链。同时优先考虑上市公司，以及有1亿-2亿元净利润的公司。”这是近日中国证券报记者收到的一则关于国资收购需求的信息。今年以来，一级市场出现不少类似国资充当买方的并购消息。

参与该国资收购的张辰（化名）告诉中国证券报记者：“他们比较希望是控股型并购，因为资金投放压力比较大，因此没有企业迁移落户等条件。”他说，除了产业发展，该国资大手笔并购的主要目的是希望通过收购赛道龙头企业以合并报表，实现整个国资平台营收规模扩张。

“某省级国资集团，七年前总资产700亿-800亿元，如今超过8000亿元，规模为什么能够迅速增长？靠的就是并购。”另一位国内并购资深人士表示。

晨哨集团CEO王云帆表示，国资参与并购的主要目的是实现经济布局优化与结构调整。国资在很大程度上影响着不同区域的经济格局，收购符合当下经济发展趋势的优质资产，不仅加大了自身对战略新兴行业或者新质生产力行业的布局，也可以带动区域内的产业发展方向，形成区域的产业战略布局。

张辰表示，控股式收购是地方国资最希望操作成功的，控股式收购后被收购企业的营收能够并入国资报表，但如果国资只成为二股东，只能将企业的利润并入报表。

中国证券报记者了解到，对于地方来说，通过地方国资迅速并购行业龙头最直接的作用体现在当年全省GDP排名时，如果能够顺利控股几家营收业绩不错的公司，可以帮助该地在省内的GDP排名实现跃升。

在近日“第十一届全球投资并购峰会”现场，国资并购成为热点话题。王云帆



视觉中国图片

表示，当前，中国并购的主流模式是上市公司并购，产业整合、市值管理是上市公司并购的主要逻辑。

在上市公司控股式并购中，国资已然成为大买家。数据显示，2023年全国至少出现31宗地方国资收购上市公司控制权完成交割的交易，占全年实施控股权变更上市公司数的近三分之一。其中，披露交易金额逾351亿元，宗均交易额逾11亿元。

“如果能够收购上市公司，对当地考核更有益，而且相比于未上市公司，地方在进行并购时需要做的解释工作要少很多。”张辰说。

除了实现资产规模跃升，在实际并购中，国资参与并购的驱动力还有很多因素。

王云帆表示，首先，并购能够通过国资属性赋能产业或企业。以公用事业领域为例，国资并购后，目标企业可以以“体制内”的身份突破这类限制，提高盈利。其次，并购有利于地方产业发展的龙头企业。多年以来，地方政府越来越重视与产业的捆绑，比如早年杭州大力发展的互联网产业，到后来合肥的新能源产业布局。这些企业有强大的集聚效应，可以充分带动产业链上下游的成熟企业和创业公司来到当地发展。

此外，近期新“国九条”发布提出，加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关。“国资身为国内资本市场重要的资金来源，会更加关注政策支持的产业并购，引导经济往持续健康的方向发展。”王云帆表示。

“我们在和国资的合作中发现，未来3-4个月，国资会在并购中发挥更显著的力量。”盈峰集团董事长、副总裁，盈峰投资董事长苏斌表示。

作为国资基金的代表，中国国有企业结构调整基金管理人诚通基金的副总经理方向明透露，近几年，该基金在半导体、集成电路、生物医药、大健康、IT、先进制造等行业进行了大量的投资和布局。

“协议转让+放弃表决权”

中国证券报记者在调研中了解到，近两年“协议转让+放弃表决权”组合式交易在国资收购间悄然走红。解决了以往国资在并购上的资金难点以及并购后的运营难点。

广慧并购研究院院长、广慧投资董事长俞铁成介绍，所谓“组合式”收购是指，上市公司控股股东不放弃第一大股东的身份但放弃表决权，国资则以较低的成本收购一定的股份，获得上市公司的控制权，成为实际控制人。

权，成为实际控制人。

经梳理发现，2023年以来不少上市公司的并购均采用了“协议转让+放弃表决权”的组合式交易方式，部分交易的背后，国资最终获得了企业控制权。

如在2023年2月4日，汇金科技原控股股东、实际控制人及股东在和淄博国投签署股份转让协议后，同时签署了《关于不可撤销地放弃表决权的承诺函》，承诺自第一次股份转让的标的股份过户至淄博国投名下之日起，不可撤销地放弃其持有的公司剩余全部股份对应的表决权，总股份达40.41%。

收购完成后，淄博国投获得汇金科技20%的股权，加上定向发行的股份，淄博国投最终共持有29.90%的股份，自第一次股份转让的标的股份过户至淄博国投名下之日起，汇金科技的控股股东变更为淄博国投，公司的实际控制人变更为淄博高新技术产业开发区管理委员会。

2023年9月12日，普路通同样采用了“协议转让+放弃表决权”组合式交易完成了公司的控制权转让。其自然人股东在本次权益变动及表决权放弃后，普路通控股股东变为绿色投资，实际控制人为广州市花都区国有资产监督管理局。如此，绿色投资仅通过收购普路通5%的股份便成了一家上市公司的控股股东。

俞铁成表示，一方面，国资能够以最小的成本实控一家上市公司；另一方面，解决了职业经理人激励问题。以往国资虽有资金实力收购，但往往收购后由于欠缺运营上市公司的经验，加之原管理层失去大股东身份无法获得企业经营的大部分收益，经营管理动力不足，导致上市公司被收购后，业绩便开始走下坡路。

“对于上市公司大股东而言，这种模式的交易是‘名利双收’，他们往往在权衡后放弃了虚名。”王云帆表示，国资成为上市公司的实控人，还能在后续带来更多国资资源如资金、订单、渠道等，进一步让上市公司做大做强，有利于市值的增长。随着失去“实控人”标签的大股东在减持方面的掣肘因素变少，他们的变现能力变得更强。

国资并购仍存难点

即使作为资金实力雄厚的大买方，国资在并购交易中仍存在不少难点。

“我如果做上市公司卖方顾问，有一个重要的前提，如果上市公司在并购开始接洽后的两个星期股价上涨20%，交易终止。做不好保密，就无法做好并购。”俞铁成说。

在他看来，首先，国企的集体层层决策机制，导致并购敏感信息很难保密。在国企，所并购的项目在投资部、财务部、法务部、总经理办公会、党委会前置会、董事会等走一圈决策流程，项目情况往往无法保密。

其次，国企收购上市公司存在隐形“溢价天花板”。一般会参考上市公司近二十个交易日均价，收购价格不能溢价超过20%，最高不能超过30%。在此逻辑下，企业为了卖个好价格，股价低迷期反而不易促成控股型并购交易，因此，未来二级市场开始上行时，将是控股并购交易回暖的时机。

最后，国企若收购的是一家市场竞争型企业，国企的激励机制是一大弊端，比如逐年控制公司利润上涨幅度，但实际情况下该公司可能一年的净利润便能达到很高水平。此外，国企收购上市公司存在一定的爆雷风险，若国企通过并购进入某行业恰恰是行业走下坡路的时候，国企很难拯救市场竞争型企业。

与此同时，基于并购交易的偶发性和小概率性，在监管趋严的形势下，国资并购也面临着较为严苛的宏观环境。

华泰联合证券投行并购部执行总经理栾宏飞表示，监管趋严提高了重组难度。严监管常态化，跨行业收购被严管，“三高”——高承诺、高估值、高商誉类型的重组受到监管高度关注。同时，监管对并购重组资产质量的审核标准趋同IPO，交易所对非审核类的现金类重大资产重组在日常监管中逐渐趋向实质性审核。

“2017年左右，A股曾有一段并购热潮，当时大部分重组基于市值上升和股价上升进行，但有些案例以业绩爆雷和经营不善收场。”栾宏飞认为，真正成功的并购重组是基于产业逻辑的重组，而在同一条产业链上，优质资产是稀缺的，因此决定了高频次大规模的并购重组可能性较小。

从政策方面来看，业内对国资并购市场保持谨慎乐观的态度。“并购市场会持续活跃，等下一个经济周期到来时，有可能以产业并购为主旋律的2.0时代就来了。”栾宏飞说。

他认为，首先，新“国九条”提高IPO上市门槛会倒逼一级市场投资估值定价体系回归到相对合理范围内，这也会逐步与并购重组市场趋同；其次，新“国九条”明确鼓励A股上市公司之间的整合，一些小市值的细分赛道龙头上市公司，可能会优于其他未上市的公司成为并购标的；此外，有关部门对国企市值管理和资本化等要求，也让国企更有动力通过A股资本市场提高各项指标。

投出信任票

外资巨头持续加仓中国资产

● 本报记者 魏昭宇

近期，外资资金持续流入A股市场，被投资者视为加码中国资产的风向标。5月以来，多家上市公司回购公告显示，多家外资巨头持续加仓中国资产。上市公司一季报数据表明，有“聪明钱”之称的QFII的加仓动向也浮出水面。中国证券报记者发现，阿布达比投资局、科威特政府投资局等主权财富基金正在通过QFII渠道加仓A股。

此外，德银、高盛、瑞银等多家外资机构纷纷上调2024年中国经济增长预期。在对中国经济投出“信任票”的同时，外资机构也表示看好中国资本市场的投资机会。

外资机构持续扫货

近期，多家上市公司的回购公告显示，相较于一季度末，摩根大通、美林国际等外资机构纷纷加仓A股上市公司。

5月14日，宏川智慧公告显示，截至5月9日，摩根大通持股量为1990.98万股。一季报显示，该机构持有宏川智慧1907.33万股。

公开资料显示，宏川智慧主要为境内外石化产品生产商、贸易商和终端用户提供仓储综合服务及其他相关服务。业务主要包括码头储罐综合服务、化工仓库综合服务、中转及其他服务、物流链管理服务以及增值服务等等。

5月8日，凡拓数创回购公告显示，截至5月6日，MERRILL LYNCH INTERNATIONAL（美林国际）与BARCLAYS BANK PLC（巴克莱银行）成为凡拓数创前十大流通股东，持股量分别约为69.58万股和62.40万股。而凡拓数创一季报显示，该公司前十大流通股东中并未出现这两家外资机构的身影。

公开资料显示，凡拓数创是一家数字创意科技企业，致力于数字多媒体展示服务和前沿技术探索研究，为客户提供数字展示一体化服务，包括3D数字内容制作、VR/AR展示等，业务范围涵盖商业地产、园区、商业综合体等领域。

知名主权财富基金继续加码

主权财富基金的动向也被视为观察外资的重要窗口之一。根据全球主权财富基金数据平台Global SWF的统计，2023年全球前十大主权财富基金中的一半来自中东地区，分别是阿布达比投资局（ADIA）、科威特政府投资局（KIA）、沙特公共投资基金（PIF）、卡塔尔投资局（QIA）以及迪拜政府投资公司（ICD）。

以阿布达比投资局为例，该机构的布局范围十分广泛。Wind数据统计，2024年一季度末，该机构出现在前十大流通股东名单中的A股公司有27家，持仓市值合计约112.89亿元，较2023年末增超10亿元。从个股方面来看，Wind数据显示，与去年年末相比，阿布达比投资局今年一季度对通化东宝、宏发股份、万孚生物、健康元、华峰化学、金诚信、海大集团等均有加仓，其中，对通化东宝和宏发股份的加仓量超过200万股。此外，阿布达比投资局新进8家公司的十大流通股东名单，如京东方A、丽人丽妆、电科院等。

另一家中东主权财富基金科威特政府投资局在中国的投资范围同样广泛。根据Wind数据，2024年一季度末，该机构出现在前十大流通股股东名单中的A股公司有30家，持仓市值合计约45.17亿元。

从行业分布来看，医药、能源、汽车等领域是科威特政府投资局在A股市场的主要投资方向。Wind数据显示，贝泰妮、松原股份、晨光股份、中国重汽、新集能源等在一季度获科威特政府投资局增持；该机构还新进康弘药业、深南电路等11家公司的前十大流通股股东名单。

外资认为三季度或是较好入场时点

近期，国内第9家新设外商独资公募安联基金在上海召开了开业记者会。安联投资亚太区总裁、安联基金董事长吴家耀表示，中国投资环境正在快速变化。养老金市场的开放、中产阶级的壮大、金融素养的提高以及数字技术的广泛应用，都为中国市场带来前所未有的机遇，这正是投资中国的大好时机。

“现阶段A股具备估值低、改革边际效益较高、投资机会相对广等多方面优势，值得全球资产配置者重新关注。”联博基金资深市场策略师黄森玮表示，当前，如果国际投资者想要寻找市值较大、流动性充足的股票市场以对冲美国通胀及美元利率居高不下带来的风险，A股有望成为分散风险的关键市场之一。

高盛分析师则在一份报告中认为，整体而言，短期内A股市场的风险偏好可能有所增强，交易环境也将更加有利。

安联基金研究部总经理程彧分析称，中国股市正经历在极低估值基础上由企业盈利增长所推动的向上转折点，三季度或是较好的择机入场时点。“宏观上，经济复苏态势有望在三季度得到进一步确认，美联储也可能开启降息。微观上，三季报也有望呈现企业盈利增长逐季加速的态势。另外，三季度或是全年地缘风险相对较高的时期，或可利用市场潜在的波动建仓。”程彧称。

中国债券市场也面临新的配置机遇。广开首席产业研究院院长、中国首席经济学家论坛理事长连平认为，在宏观政策和“三驾马车”推动下，2024年中国经济可能达到5.2%左右的增长，中国债券市场对国际投资者的吸引力将与日俱增，境外投资者配置人民币债券尤其是国债将保持较快增长，这将成为境外对华证券投资的主要方式和渠道。

百亿量化私募业绩大相径庭 风控成生死“命门”

● 本报记者 王宇鑫

4月以来，得益于A股市场的反弹，多数百亿级私募业绩回暖。对比来看，百亿级主观私募业绩大幅跑赢量化私募，百亿级量化私募业绩分化显著，首尾相差超过30个百分点。业内人士认为，今年以来小微盘股出现剧烈波动，不同的应对和风控措施是造成量化私募业绩分化的主因。未来，重视多方位风控、严控风险暴露的机构才能在竞争中脱颖而出。

量化私募业绩显著分化

4月以来，得益于市场的大幅反弹，百亿级私募业绩回暖。第三方平台数据显示，截至4月30日，百亿级私募数量为92家，其中主

观47家，量化30家。有业绩展示的76家百亿级私募4月收益率均值为1.29%，其中59家实现正收益，占比为77.63%。

在此背景下，今年以来百亿级私募的平均业绩“转正”。第三方平台数据显示，有业绩展示的76家百亿级私募今年以来的收益率均值为1.08%，其中38家实现正收益，占比为50.00%。

对比来看，百亿级主观私募大幅跑赢量化私募。有业绩记录的36家百亿级主观私募4月收益率均值为2.11%，今年以来平均收益率为4.05%；而有业绩记录的28家量化百亿私募4月收益率均值为0.41%，今年以来平均收益率为-3.39%。

值得注意的是，今年以来百亿级量化私募业绩表现迥异，头尾相差超过30个百分点。以500指增产品为例，截至4月30日，

业绩表现居前的百亿级量化私募产品收益率接近20%，同时也有百亿级量化私募产品亏损较多，如启林投资500指增产品亏损近15%。

量化行业会更重视风控

按照往年的情况来看，量化私募指增产品的业绩尽管会有分化，但并不会有什么特别大的差距。

有业内人士表示，今年以来量化私募业绩大幅分化主要是春节假期前的极端行情导致。面对这次极端行情，不同管理人采取了不同的应对和风控措施。有的私募管理人相信自身的策略，采取“按兵不动”的方式应对；有的管理人则在过程中进行了人工干预，却因介入时点的不同而结果大

相径庭，个别机构的人工干预甚至造成了“两边挨打”的局面，在春节假期前最后一周主动调整了股票持仓，却错过了随后的市场反弹。

上海一家量化私募表示，4月再次出现了小盘股调整的情况，同样也造成了不同机构之间业绩的分化。一贯坚持严格且多方位风控，严控行业偏离、市值因子暴露的机构，才能在今年以来的市场波动中脱颖而出。

业内人士认为，今年以来的市场波动，从另一角度来说，对整个量化行业是件好事。行业不仅会更加重视风控，同时也会更多追求纯粹的阿尔法，更重视长期投资的价值。由此，会为行业带来更良性的竞争环境，最终为投资者带来更好的长期收益。